安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 01 月 22 日

公司快报

证券研究报告

白酒

沱牌舍得（600702.SH）

拟定增注入大资金，川酒金花发展加力

■**事件**：公司发布定增预案，拟向沱牌集团、天洋控股、道明灵活、宏弈尊享发行不超 1.32 亿股，募集资金不超 27.3 亿元，用于公司酿酒配套工程技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒文化体验中心。本次非公开发行价不低于 20.7 元/股，发行对象均以现金方式认购，锁定期 3 年。

■**天洋方面积极参与定增，股东增持预期兑现。天洋集团通过受让和增资获得沱牌集团 70%股权，间接控股上市公司沱牌舍得，但控股比例较低。**本次增发，大股东和实际控制人天洋集团积极参与，认购发行股份的 85.4%，发行完成后，天洋控股将直接持股 9.67%，沱牌集团持股提升至 35.79%，合计持股比例将升至 45.46%，控制力大幅提升。我们在天洋入主沱牌集团之后即判断有一轮增持过程，此为预期兑现。此外，此次定增发行对象均以现金方式认购，锁定期 3 年，充分彰显大股东天洋对公司白酒主业发展的信心。我们认为随着控制权增强，公司在营销积极进取的同时业绩释放意愿会提升。

■**募投资金全部用于发展白酒主业，聚焦品牌提升和营销渠道建设。**天洋方面在改制后承诺继续做大做强白酒主业，此次定增募集资金将全部用于发展白酒主业，项目包括酿酒配套工程技改项目（提升效率）、营销体系建设项目（终端渗透和陈列）及沱牌舍得酒文化体验中心。技改项目将替代落后手工罐装能力并大幅提升罐装能力至 5.67 万吨（较 2015 年产量增 81%）；营销体系建设项目包含信息化建设、100 家舍得品牌体验店及 1 万家联盟体店中店项目，全面加强营销渠道建设；沱牌舍得酒文化体验中心有助于提升生态文化名酒形象，进一步拉升品牌力。**我们认为公司生产和营销历史欠账较多，投入不足，随着新股东资金实质性注入上市公司，新一轮加快发展可期**。

■**稀缺的彻底改制白酒标的，面貌革新，业绩有望跃升。**2017 年高端白酒趋势继续明确向好，300-500 元次高端白酒将再迎 2013 年以来最佳窗口期。公司核心单品“品味舍得”是具有全国认知度的“文化名酒”，2016 年已进入恢复增长期，我们判断随着股权问题理顺，激励机制改善，营销提效，公司后续增长弹性十分可观。**我们认为公司迅速推出定增反映了股东抓住机遇快速发展的心态，后续改制深化后相关激励机制有望进一步完善。**

■**投资建议**：不考虑定增摊薄，我们暂维持公司 2016-18 年 EPS 为 0.27/0.54/0.94 元，维持买入-B 评级和 6 个月目标价 30 元。

■**风险提示**：后续类似股权激励等预期的扰动；新品销售不达预期拖累报表。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,445.0	1,156.1	1,618.5	2,233.2	3,121.9
净利润	13.4	7.1	90.5	182.2	317.1
每股收益(元)	0.04	0.02	0.27	0.54	0.94
每股净资产(元)	6.66	6.66	6.79	7.06	7.53

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	585.7	1,100.2	86.6	43.1	24.7
市净率(倍)	3.5	3.5	3.4	3.3	3.1
净利润率	0.9%	0.6%	5.6%	8.2%	10.2%
净资产收益率	0.6%	0.3%	4.0%	7.7%	12.5%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.6%	1.2%	2.0%
ROIC	1.0%	0.6%	4.5%	6.2%	11.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-B
	维持评级
6 个月目标价：	30.00 元
股价（2017-01-20）	23.25 元

交易数据

总市值（百万元）	7,842.23
流通市值（百万元）	7,842.23
总股本（百万股）	337.30
流通股本（百万股）	337.30
12 个月价格区间	14.91/26.79 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.48	0.4	29.95
绝对收益	-0.94	1.44	38.37

苏铖 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

方振 报告联系人
fangzhen@essence.com.cn
021-35082373

相关报告

沱牌舍得：销售改善明显，继续大力度梳理产品线	2016-10-27
沱牌舍得：舍得系列带动收入增长，期待深化改制快速推进落实	2016-08-31
沱牌舍得:2 季度收入增速好于预期，盈利修复途中	2016-08-16
沱牌舍得：彻底改制落地，全方位改善可期	2016-07-04
沱牌舍得：行业复苏叠加改制红利，规模新高可期	2016-06-15

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

事件 1：公司发布定增预案，实际控制人增持靴子落地

公司发布定增预案，拟向沱牌集团、天洋控股、道明灵活、宏弈尊享发行不超 1.32 亿股，募集资金不超 27.3 亿元，用于公司酿酒配套工程技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒文化体验中心。本次非公开发行价不低于 20.7 元/股，发行对象均以现金方式认购，锁定期 3 年。

表 1：定增认购基本情况

序号	发行对象	认购数量（万股）	认购金额（亿元）
1	四川沱牌舍得集团有限公司	6725.9	13.9
2	天洋控股集团有限公司	4538.7	9.4
3	道明灵活配置私募投资基金	1449.3	3.0
4	宏弈尊享私募证券投资基金	483.1	1.0
	合计	**13197.0**	**27.3**

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2：募集资金及项目用途

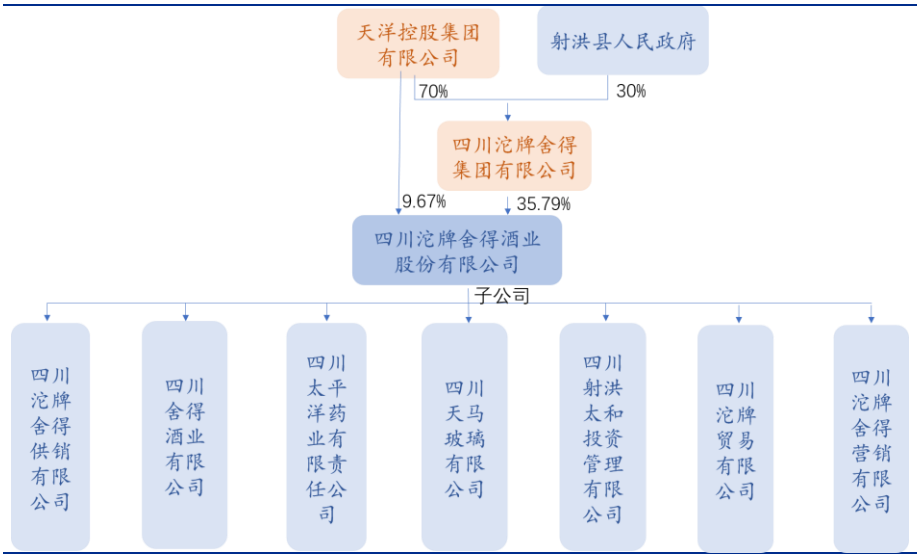
序号	募集资金投资项目	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	酿酒配套工程技改项目	199,380	162,771
2	营销体系建设项目	100,179	100,179
3	沱牌舍得酒文化体验中心	10,228	10,228
	合计	**309,787**	**273,178**

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

天洋方面积极参与定增，股东增持预期兑现，充分彰显发展信心

定增发行前，天洋集团通过受让和增资获得沱牌集团 70%股权，控股股东沱牌集团持有 29.85%股权，从而间接控股上市公司沱牌舍得，但控股比例较低。本次增发大股东和实际控制人天洋集团积极参与，认购发行股份的 85.4%，发行完成后，天洋控股将直接持股 9.67%，沱牌集团持股提升至 35.79%，合计持股比例将升至 45.46%，控制力大幅提升。我们在天洋入主沱牌集团之后即判断有一轮增持过程，此为预期兑现。此外，此次定增发行对象均以现金方式认购，锁定期 3 年，充分彰显大股东天洋对公司白酒主业发展的信心。我们认为随着控制权增强，公司在营销积极进取的同时业绩释放积极性会提升。

图 1：公司若定增完成后股权结构图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

募投资金用于大力发展白酒主业，聚焦品牌提升和营销渠道建设

天洋方面在改制后承诺继续做大做强白酒主业，此次定增募集资金将全部用于发展白酒主业，项目包括酿酒配套工程技改项目（提升效率）、营销体系建设项目（终端渗透和陈列）及沱牌舍得酒文化体验中心。技改项目将替代落后手工罐装能力并大幅提升罐装能力至 5.67 万吨（较 2015 年产量增 81%）；营销体系建设项目包含信息化建设、100 家舍得品牌体验店及 1 万家联盟体店中店项目，全面加强营销渠道建设；沱牌舍得酒文化体验中心有助于提升生态文化名酒形象，进一步拉升品牌力。**我们认为公司生产和营销历史欠账较多，投入不足，随着新股东资金实质性注入上市公司，新一轮加快发展可期。**

1）酿酒配套工程技改项目：项目建设期 4 年，预计总投资 19.9 亿元，建设后预计新增成品酒生产量 5.67 万吨，以中高档酒为主，并有效节省煤电等生产成本。

2）营销体系建设项目：项目包含营销信息化建设、100 家舍得品牌体验店及 1 万家联盟体店中店项目三部分，全面加强营销渠道建设。1）营销信息化项目将打造公司与下游经销商及客户之间的业务协同平台，实现产业链上下游业务快速协同，同时搭建全渠道营销平台，支持公司营销转型和战略变革落地。2）100 家舍得品牌体验店项目，主要是针对川渝、河南、山东、京津冀等现有核心市场，采取经销商加盟合作模式，建设 100 家面积在 300 平方米左右的品牌体验店，有助于宣传品牌文化和提升客户体验。3）1 万家联盟体店中店项目，主要指聚焦核心市场，整合经销商及烟酒店优质资源，公司出资购买核心烟酒店门头与专柜，并按照统一风格装修核心烟酒店的门头与专柜，同时与 10000 家核心烟酒店终端签订联盟体协议，有条件地提高终端烟酒店的利润，公司与核心烟酒店形成利益共同体，使 10000 家核心烟酒店成为舍得及沱牌中高端产品销售的主渠道。

3）沱牌舍得酒文化体验中心：该项目有助于提升生态文化名酒形象，进一步拉升品牌力。

我们认为，募投资金用于大力发展白酒主业，且抓住公司此前薄弱环节，聚焦品牌提升和营销渠道建设，公司经营层面有望进一步改善，也为中长期业绩发力提供良好保障。

表 3：100 家品牌体验店项目实施进度计划表

重点市场	建设目标			
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	3 年合计
川渝	12	8	10	30
河南	8	8	9	25
山东	4	7	10	21
京津冀	6	7	11	24
	30	**30**	**40**	**100**

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 4：10000 家联盟体店中店项目实施进度计划表

重点市场	建设目标			
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	3 年合计
川渝	780	810	1,060	2,650
河南	860	750	1,000	2,610
山东	580	700	950	2,230
京津冀	780	740	990	2,510
	3000	**3000**	**4000**	**10000**

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

事件 2：经销商反馈，舍得酒 1 月 21 日起提价

据经销商反馈，收到厂家通知，从 1 月 21 日起对舍得酒执行新价格体系，52 度舍得酒到岸价提至 418 元/盒，供团购价、分销商及名烟名酒店团购价为 468 元/盒，商超餐饮店零售指导价为 568 元/盒。本次提价幅度为全渠道统一提升 20 元/盒。

我们认为，提价反映公司在这一轮中高端品牌白酒复苏当中，对舍得品牌规划的思考，对市场运作方式的提升。随着公司聚焦核心产品战略执行，“舍得”品牌价值回归已是必然，2016 年舍得快速增长也为提价准备了条件。我们认为提价会稳固市场预期，稳定价格体系，增强渠道利润，提高市场投入能力。

表 5：1 月 21 日起，舍得酒执行新价格体系（单位：元/盒）

产品名称	酒精度（%vol）	容量（ml）	规格	供经销商价（到岸价）	经销商售价		主要渠道指导价	
					供分销及终端渠道价	供团购价	分销商及名烟名酒店团购价	商超餐饮店零售指导价
舍得酒	52	500	1×6	418	418	468	468	568
	38、42	500	1×6	388	388	438	438	518

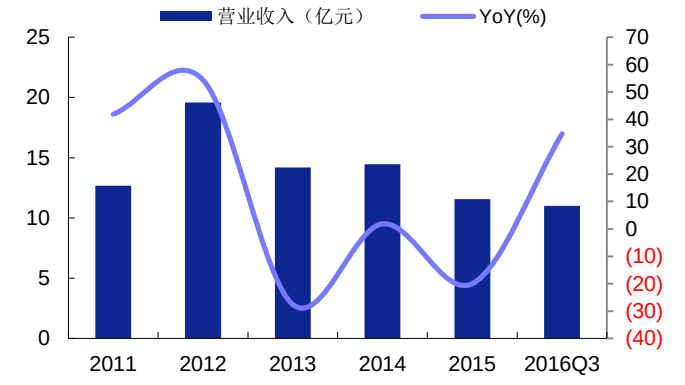
资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

次高端白酒已迎来最佳时间窗口，公司改制红利逐步释放，看好未来业绩进入快车道

2017 年高端白酒趋势继续明确向好,300-500 元次高端白酒将再迎 2013 年以来最佳窗口期。次高端空间稳步扩容且全国化主流品牌较少，公司核心单品“品味舍得”是具有全国认知度的“文化名酒”，2016 年已进入恢复增长期，我们判断随着股权问题理顺，激励机制改善，营销提效，公司后续增长弹性十分可观。

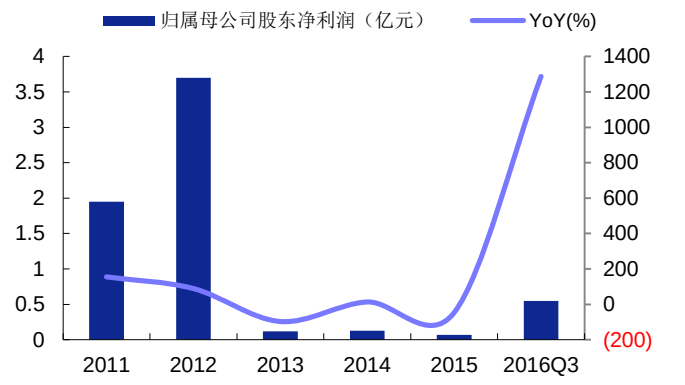
近期次高端主流品牌如水井坊、剑南春、郎酒均有所提价，此次舍得酒顺势提价，结合渠道调研，我们判断舍得系列动销有望继续向好，渠道价格仍将表现稳健。公司改制后相关举措持续落地，销售渠道环节改善明显，渠道逐步下沉强调市场基础性建设，销售人员积极性不断提升，渠道费用管控亦有所强化，核心市场表现优异。产品方面积极梳理产品线，沱牌系列聚焦三大单品，舍得系列着力打造品味舍得大单品，后续或有新品计划。我们认为，2016 年以来公司业绩改善明显，盈利能力也在不断修复，未来次高端舍得系列继续放量增长、销售渠道端的经营效率改善以及后续改制红利持续释放等多方面因素，将驱动公司业绩进入快速成长期。

图 2：公司前三季度收入同比增长 34.7%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：公司前三季度净利润 5481 万元，同比快速增长



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

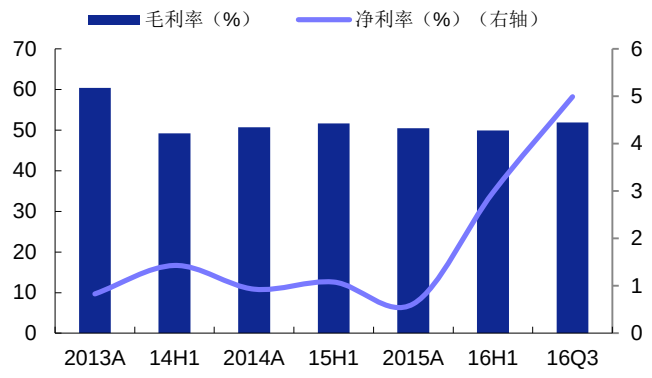
图 4：沱牌系列产品图

资料来源：公司网站、安信证券研究中心

图 5：舍得系列产品图

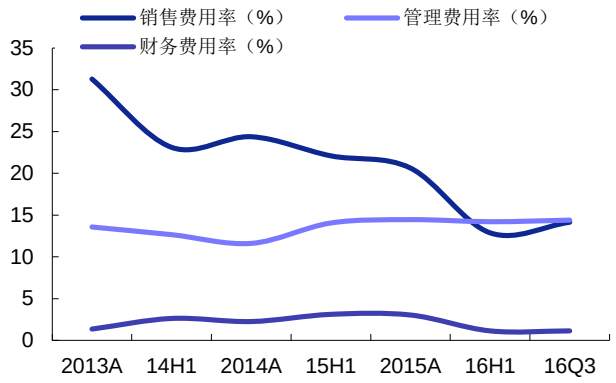
资料来源：公司网站、安信证券研究中心

图 6：公司上半年净利率有所提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 7：公司上半年销售费用与财务费用率下降明显



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

投资建议

不考虑定增摊薄，我们暂维持公司 2016-18 年 EPS 为 0.27/0.54/0.94 元，维持买入-B 评级和 6 个月目标价 30 元。

表 6：次高端白酒重点标的估值表

代码	公司简称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE			目标价	评级
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E		
600809.SH	山西汾酒	25.40	220	0.60	0.74	1.02	42.2	34.3	24.9	35.7	买入-A
600702.SH	沱牌舍得	23.25	78	0.02	0.27	0.54	1100.2	86.1	42.8	30.0	买入-B
600779.SH	水井坊	18.48	90	0.18	0.37	0.56	102.6	49.9	32.9	25.0	买入-A

资料来源：Wind、安信证券研究中心预测　注：股价为 2017 年 1 月 19 日收盘价

风险提示

后续类似股权激励等预期的扰动；新品销售不达预期拖累报表。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,445.0	1,156.1	1,618.5	2,233.2	3,121.9
减:营业成本	713.0	573.0	800.9	1,097.8	1,501.2
营业税费	164.6	129.9	183.3	252.7	352.5
销售费用	352.3	238.5	222.4	262.5	309.7
管理费用	167.8	167.2	225.2	259.0	297.9
财务费用	32.7	35.3	52.7	63.5	103.4
资产减值损失	1.6	0.1	10.0	1.0	2.0
加:公允价值变动收益	0.1	0.0	67.1	22.4	-37.3
投资和汇兑收益	19.2	14.9	-7.0	9.0	5.7
营业利润	32.2	27.2	184.1	328.2	523.5
加:营业外净收支	2.9	5.6	-3.0	3.0	5.0
利润总额	35.0	32.8	181.1	331.2	528.5
减:所得税	21.7	25.6	90.5	149.0	211.4
净利润	13.4	7.1	90.5	182.2	317.1

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	285.8	307.9	129.5	178.7	249.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	57.2	45.3	81.5	93.6	161.8
应收票据	101.3	122.1	171.4	180.7	373.2
预付帐款	0.4	1.1	6.2	0.5	8.4
存货	2,061.3	2,117.9	3,221.5	3,487.0	5,687.1
其他流动资产	0.9	0.7	0.5	0.7	0.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	214.0	228.9	228.9	228.9	228.9
投资性房地产	76.1	76.2	76.2	76.2	76.2
固定资产	593.5	588.9	540.2	491.5	442.7
在建工程	93.9	87.1	87.1	87.1	87.1
无形资产	173.8	168.4	162.7	157.0	151.2
其他非流动资产	20.7	16.8	17.7	17.5	17.3
资产总额	3,678.8	3,761.3	4,723.4	4,999.3	7,484.4
短期债务	570.8	753.0	1,121.6	1,139.9	1,400.6
应付帐款	406.5	309.8	675.6	645.7	1,197.9
应付票据	54.9	70.8	81.7	123.5	175.1
其他流动负债	397.9	378.4	282.6	705.8	602.6
长期借款	-	-	269.2	-	1,564.0
其他非流动负债	3.2	3.5	3.1	3.3	3.3
负债总额	1,433.4	1,515.5	2,433.9	2,618.2	4,943.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	337.3	337.3	337.3	337.3	337.3
留存收益	1,908.2	1,908.5	1,952.3	2,043.7	2,203.6
股东权益	2,245.5	2,245.8	2,289.6	2,381.0	2,540.9

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	1.9%	-20.0%	40.0%	38.0%	39.8%
营业利润增长率	-33.1%	-15.6%	577.6%	78.3%	59.5%
净利润增长率	13.7%	-46.8%	1170.0%	101.2%	74.1%
EBITDA 增长率	-10.0%	-1.4%	149.2%	53.2%	52.7%
EBIT 增长率	-3.9%	-3.8%	279.0%	65.4%	60.1%
NOPLAT 增长率	54.3%	-45.2%	770.6%	82.0%	74.6%
投资资本增长率	2.1%	6.7%	33.0%	-6.0%	58.8%
净资产增长率	0.3%	0.0%	1.9%	4.0%	6.7%
利润率					
毛利率	50.7%	50.4%	50.5%	50.8%	51.9%
营业利润率	2.2%	2.3%	11.4%	14.7%	16.8%
净利润率	0.9%	0.6%	5.6%	8.2%	10.2%
EBITDA/营业收入	8.2%	10.1%	18.0%	20.0%	21.8%
EBIT/营业收入	4.5%	5.4%	14.6%	17.5%	20.1%
运营效率					
固定资产周转天数	152	184	126	83	54
流动营业资本周转天数	336	450	441	381	377
流动资产周转天数	594	794	690	609	601
应收帐款周转天数	12	16	14	14	15
存货周转天数	509	651	594	541	529
总资产周转天数	883	1,158	944	784	720
投资资本周转天数	601	785	674	541	486
投资回报率					
ROE	0.6%	0.3%	4.0%	7.7%	12.5%
ROA	0.4%	0.2%	1.9%	3.6%	4.2%
ROIC	1.0%	0.6%	4.5%	6.2%	11.6%
费用率					
销售费用率	24.4%	20.6%	13.7%	11.8%	9.9%
管理费用率	11.6%	14.5%	13.9%	11.6%	9.5%
财务费用率	2.3%	3.1%	3.3%	2.8%	3.3%
三费/营业收入	38.3%	38.1%	30.9%	26.2%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	40.3%	51.5%	52.4%	66.1%
负债权益比	63.8%	67.5%	106.3%	110.0%	194.6%
流动比率	1.75	1.72	1.67	1.51	1.92
速动比率	0.31	0.32	0.18	0.17	0.24
利息保障倍数	1.98	1.77	4.49	6.17	6.06
分红指标					
DPS(元)	0.02	0.01	0.14	0.27	0.47
分红比率	50.4%	47.3%	51.7%	49.8%	49.6%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.6%	1.2%	2.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	13.4	7.1	90.5	182.2	317.1
加:折旧和摊销	56.0	56.6	54.5	54.5	54.5
资产减值准备	1.6	0.1	-	-	-
公允价值变动损失	-0.1	-0.0	67.1	22.4	-37.3
财务费用	31.4	30.5	52.7	63.5	103.4
投资损失	-19.2	-14.9	7.0	-9.0	-5.7
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-259.1	27.0	-981.6	131.8	-1,930.6
经营活动产生现金流量	-148.0	120.8	-709.8	445.2	-1,498.6
投资活动产生现金流量	-44.8	-30.2	-7.0	9.0	5.7
融资活动产生现金流量	333.5	-68.4	538.3	-405.0	1,564.0

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	0.02	0.27	0.54	0.94
BVPS(元)	6.66	6.66	6.79	7.06	7.53
PE(X)	585.7	1,100.2	86.6	43.1	24.7
PB(X)	3.5	3.5	3.4	3.3	3.1
P/FCF	54.1	308.3	-60.0	56.1	34.4
P/S	5.4	6.8	4.8	3.5	2.5
EV/EBITDA	54.7	69.1	31.0	19.5	15.4
CAGR(%)	138.7%	254.3%	97.4%	138.7%	254.3%
PEG	4.2	4.3	0.9	0.3	0.1
ROIC/WACC	0.1	0.1	0.5	0.7	1.2
REP	23.8	51.8	5.3	4.0	1.6

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。